

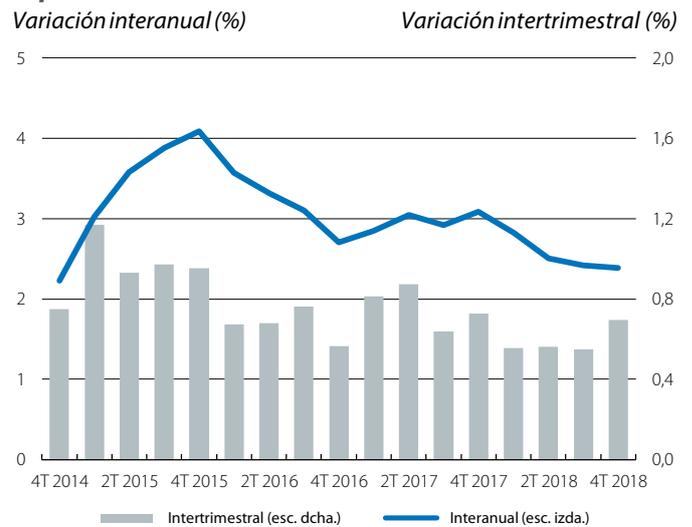
## La firmeza de la demanda interna compensa un entorno exterior menos favorable

La economía española modera muy paulatinamente su ritmo de crecimiento. El PIB acabó el año con buen tono, creciendo en el 4T un 0,7% intertrimestral y un 2,4% interanual. Así pues, para el conjunto del año 2018 la economía española avanzó un 2,5% (3,0% en 2017) y, en consonancia con lo esperado por el conjunto de los analistas, confirmó la desaceleración gradual de la actividad hacia cotas de crecimiento más sostenibles. Por componentes, la demanda interna fue el principal sostén del crecimiento (+2,9 p. p.) y compensó la contribución negativa neta del sector exterior (-0,4 p. p.), lastrado por un contexto internacional que se ha deteriorado por las tensiones comerciales entre EE. UU. y China y las incertidumbres a nivel europeo (*brexit*, el conflicto entre Italia y la Comisión Europea, lastres sobre el crecimiento de la eurozona, etc.). Para 2019, esperamos que la actividad continúe avanzando a un ritmo algo más moderado que en los últimos años, pero en cotas superiores a las de la mayoría de países de la eurozona. La actividad estará respaldada por el crecimiento robusto del empleo y unas condiciones financieras todavía acomodaticias en la eurozona, que continuarán apoyando el consumo y la inversión. Sin embargo, la persistencia de un entorno exterior menos favorable y rodeado de incertidumbres de naturaleza geopolítica y macrofinanciera sugiere que la demanda externa mantendrá una contribución neta al crecimiento muy limitada.

Los indicadores de actividad dan señales mixtas. Por un lado, distintos indicadores reflejan un menor dinamismo de la industria, fruto del desempeño negativo de los sectores energético (sector muy volátil) y automovilístico, este último afectado por la nueva regulación europea sobre emisiones y por el clima de tensiones comerciales. En particular, en noviembre el índice de producción industrial retrocedió un 2,6% interanual (desestacionalizado y corregido por efectos de calendario) y la cifra de negocios del sector cayó un 2,7% interanual (media móvil de tres meses). Asimismo, en diciembre, el índice PMI para el sector manufacturero perdió 1,5 puntos hasta alcanzar los 51,1 puntos. Por el contrario, los indicadores en el sector servicios mostraron un buen tono, con un aumento de la cifra de negocios en noviembre (+6,1% interanual) y un índice PMI de servicios que se mantuvo en diciembre en unos confortables 54,0 puntos por tercer mes consecutivo.

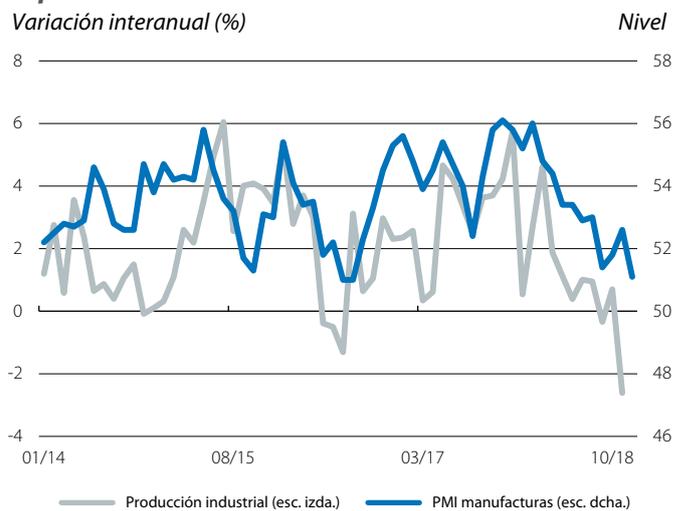
El mercado laboral acabó el año 2018 con mucho brío. Según datos de la encuesta de población activa (EPA), el número de ocupados aumentó en 566.000 personas en el 4T (acumulado de cuatro trimestres), una cifra similar al aumento de afiliados a la Seguridad Social en el mismo periodo (564.000). Así, el ritmo de creación de empleo según la EPA se aceleró hasta el 3,0% interanual en el 4T 2018 tras varios trimestres de ligera desaceleración (2,5% en el 3T 2018), en parte por el giro que ha dado la creación de empleo público, que aumentó un 4,4% interanual (+3,0% interanual en el 4T 2017). Por su parte, el desempleo bajó de forma muy significativa en 2018, hasta el 14,4% en el 4T 2018 (una disminución de 2,1 p. p. en los últimos cuatro

### España: PIB



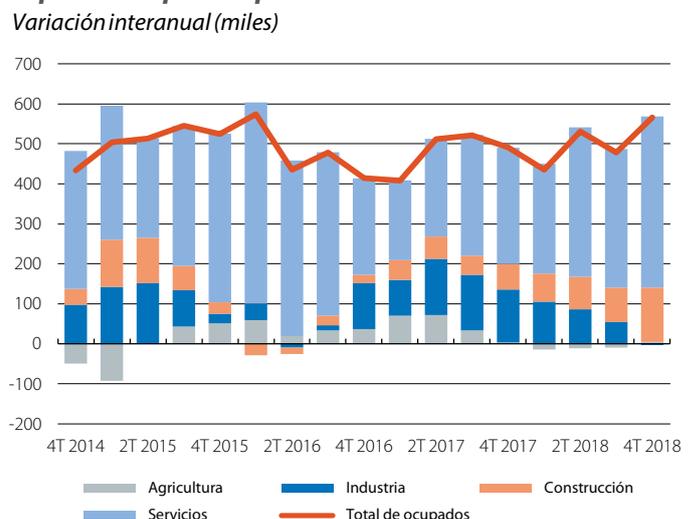
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

### España: indicadores de actividad



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE y de Markit.

### España: ocupación por sectores



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

trimestres). De cara a 2019, se espera que la buena evolución del mercado laboral perdure, pero que, tras un final de año excepcionalmente bueno, pierda algo de intensidad en consonancia con la esperada suavización del ritmo de crecimiento de la economía española.

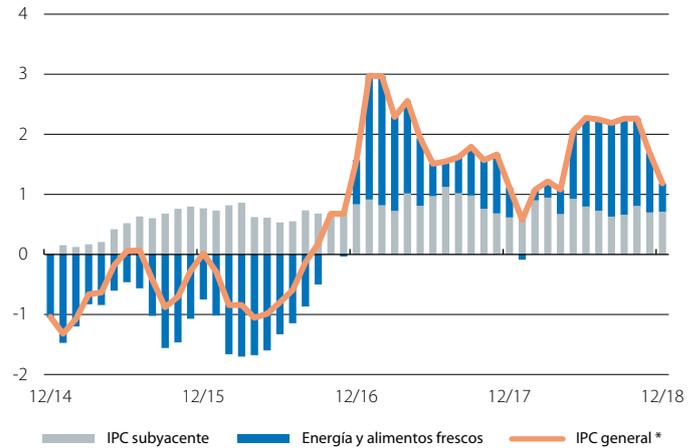
**La inflación se modera por el precio de la energía.** En enero, la inflación general se desaceleró hasta el 1,0%, una cifra 0,2 p. p. inferior a la del mes de diciembre y que, a la espera del desglose por componentes, el INE atribuye a la bajada del precio del gas y a la ralentización del precio de los carburantes. La bajada de enero se suma a la experimentada el mes anterior, para el que ya se dispone del detalle por componentes y en el que la inflación general se redujo en 5 décimas, hasta el 1,2%, mientras que la inflación subyacente se mantuvo en el 0,9%. Así, en el promedio de 2018, la inflación general se situó en el 1,7% y la subyacente en el 0,9%.

**El superávit exterior pierde fuelle.** En noviembre, el saldo por cuenta corriente se mantuvo en positivo, pero disminuyó hasta el 0,9% del PIB (acumulado de 12 meses), un registro 0,9 p. p. menor al del año anterior. La erosión de estos últimos 12 meses se produce en un entorno exterior más adverso, con un deterioro generalizado de la balanza de bienes (-0,5 p. p. respecto a noviembre de 2017) y por un menor superávit en la de servicios (-0,4 p. p. respecto a noviembre de 2017). En concreto, el saldo comercial de bienes registró un déficit del 2,7% del PIB (acumulado de 12 meses), con un deterioro atribuible en gran medida a la balanza de bienes no energéticos y, en particular, al contraste entre la desaceleración de las exportaciones no energéticas (2,5% interanual en noviembre frente al 3,2% en octubre, con datos acumulados de 12 meses) y la firmeza de las importaciones (4,0% en noviembre y 4,1% en octubre). Por su parte, el superávit comercial de servicios se moderó tanto por el menor dinamismo de las exportaciones de servicios no turísticos como por el aumento de las importaciones de servicios turísticos. En los próximos meses, el entorno exterior menos favorable y el tirón importador de la demanda doméstica probablemente seguirán erosionando la balanza por cuenta corriente, aunque el descenso del precio del petróleo a finales de 2018 podría ofrecer cierto alivio.

**Los Presupuestos Generales del Estado para 2019 prevén un ajuste fiscal vía ingresos.** Las cuentas públicas presentadas en enero en el Congreso contemplan la mayoría de las medidas ya anunciadas en el borrador remitido a Bruselas en octubre, pero con un mayor ajuste del déficit, del 2,7% del PIB hasta el 1,3% (-0,5 p. p. con respecto al borrador de octubre al no aprobar el Senado la nueva senda del déficit acordada con la Comisión Europea). El efecto positivo del ciclo económico reduciría el déficit público alrededor de 0,5 p. p., por lo que los 0,9 p. p. restantes requerirían medidas de ajuste adicionales. Los presupuestos sitúan la mayoría de estas medidas en el lado de los ingresos (creación del impuesto sobre transacciones financieras y del impuesto digital, tributación mínima del impuesto sobre sociedades, etc.), aunque su impacto final es muy incierto y su implementación complicada. Así, el ajuste podría acabar siendo inferior al planteado, como ya han señalado el Banco de España y el AIREF. En todo caso, cabe tener en cuenta que las cuentas están pendientes de su tramitación parlamentaria y que su no aprobación también implicaría un menor ajuste del déficit.

**España: IPC**

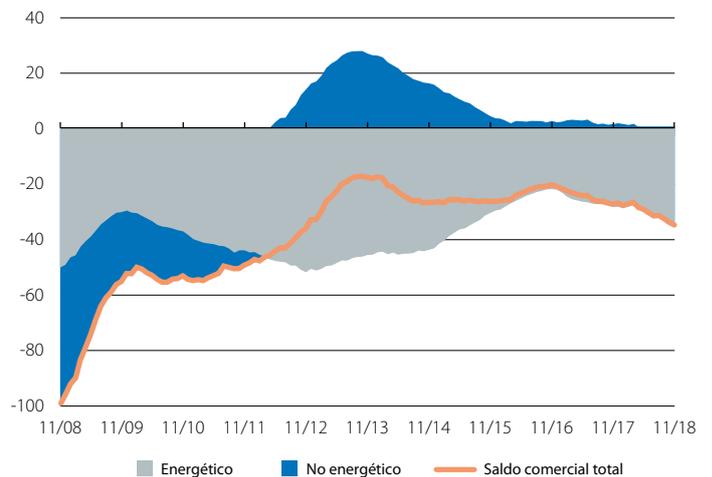
Contribución al crecimiento interanual (p. p.)



Nota: \* Variación interanual.  
Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del INE.

**España: saldo comercial**

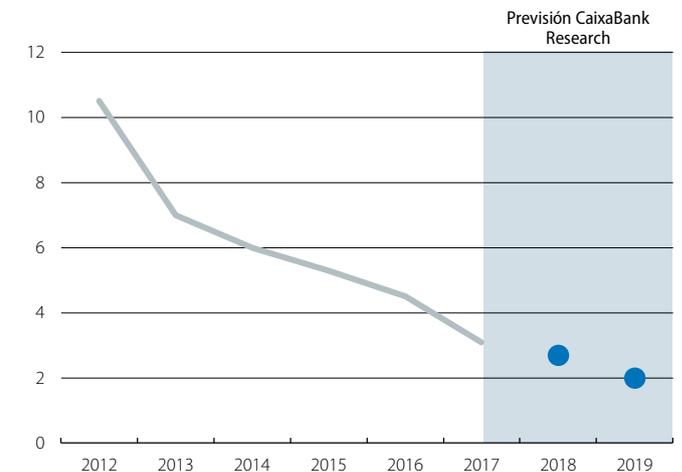
Acumulado de 12 meses (miles de millones de euros)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos del Dpto. de Aduanas.

**España: déficit público**

(% del PIB)



Fuente: CaixaBank Research, a partir de datos de Eurostat.